



HOUSE VIEW

INCREMENTAMOS
RENTA FIJA

 **BancaMarch**

Incrementamos Renta Fija

Posición Estratégica		-2	-1	Neutral	+1	+2
Clase de Activo						
↓	Liquidez			●		
↑	Renta Fija			●		
	Renta Variable		●			
	Alternativos				●	
Renta Fija						
	Deuda Soberana		●			
	EE.UU.			●		
	Euro		●			
	Bonos Corporativos				●	
	Investment Grade				●	
	High Yield			●		
	Deuda Emergente				●	
	Bonos Convertibles			●		
Renta Variable						
	Europa			●		
	Reino Unido				●	
	Estados Unidos				●	
	Emergentes			●		
	Resto del Mundo		●			
Divisas						
	Dólar			●		
	Libra Esterlina		●			
		-		Neutral		+

El 2022 ha sido un año oscuro para la mayor parte de clases de activos, en especial para una renta fija y renta variable que no acostumbran a caer de forma simultánea. Como ejemplo, una cartera compuesta en un 60% por el S&P 500 y un 40% por bonos norteamericanos acumula un -18%, la peor rentabilidad desde 1931, cuando la economía estadounidense sufría los peores momentos de la Gran Depresión. La agresividad de los bancos centrales nos hace permanecer cautos con la renta variable, conscientes de que el máximo daño de las subidas de tipos de interés suele manifestarse en la economía -y, por tanto, en los beneficios empresariales- con varios trimestres de retraso.

Sin embargo, esta significativa restricción de las condiciones financieras ya está, en buena medida, descontada en los mercados de bonos, que ofrecen retornos no vistos en más de una década. En este contexto, decidimos neutralizar nuestra posición en renta fija, aprovechando un carry que nos ayudará a abordar futuros episodios de volatilidad.

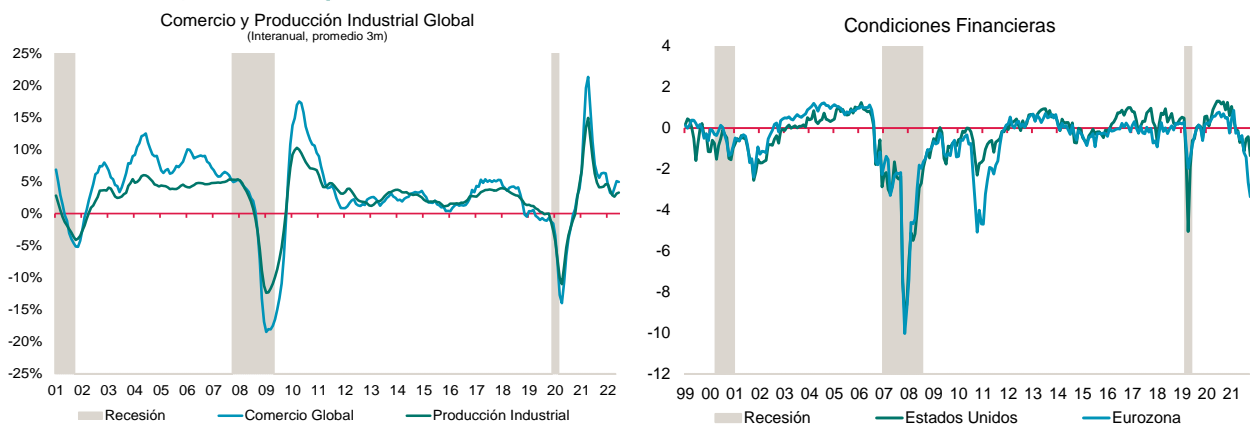
MACROECONOMÍA

La desaceleración económica se continuará intensificando...

El escenario macroeconómico se está enfriando a pasos acelerados. La crisis energética que atravesamos desde el inicio de la guerra en Ucrania ha incrementado las presiones inflacionistas, ocasionando un cambio brusco en la política monetaria global. Los principales Bancos Centrales han tenido que retirar precipitadamente sus estímulos monetarios y emprender una subida de los tipos de interés para tratar de frenar el riesgo de una espiral inflacionista más persistente. Estas medidas, aunque comienzan a frenar el aumento de las expectativas de inflación, también han producido un claro deterioro de las condiciones financieras.

Todo ello ha elevado la incertidumbre y ocasionado un deterioro de la confianza, factores que pensamos acabarán pesando en la actividad económica global en los próximos trimestres: tras un primer semestre en el cual la economía global ha continuado dando muestras de resiliencia (gráfico 1), en los últimos meses las condiciones financieras se han deteriorado con intensidad (gráfico 2) y, a día de hoy, la posibilidad de una recesión nos parece prácticamente inevitable, al menos en la zona euro.

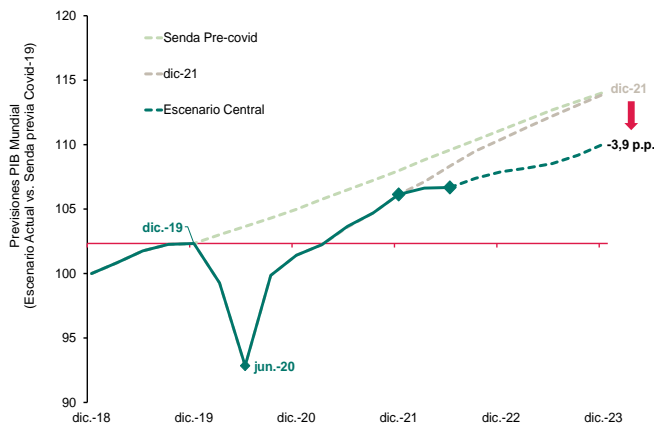
1. Producción y comercio global todavía sostenidos 2. Fuerte deterioro de las condiciones financieras



Fuente: Bloomberg, CPB y Banca March

En este contexto, revisamos a la baja las perspectivas de crecimiento mundial: como muestra el gráfico 3 estimamos ahora que, a cierre del próximo año, el PIB global se situará cerca de 4 p.p. por debajo de los niveles previstos antes del estallido del conflicto en Ucrania. Para 2023 el crecimiento del PIB mundial se quedará en +1,5% interanual, nivel que representa menos de la mitad del ritmo de crecimiento promedio de los últimos 40 años.

3. La recuperación se interrumpe bruscamente



Fuente: Bloomberg, Oxford Economics y Banca March

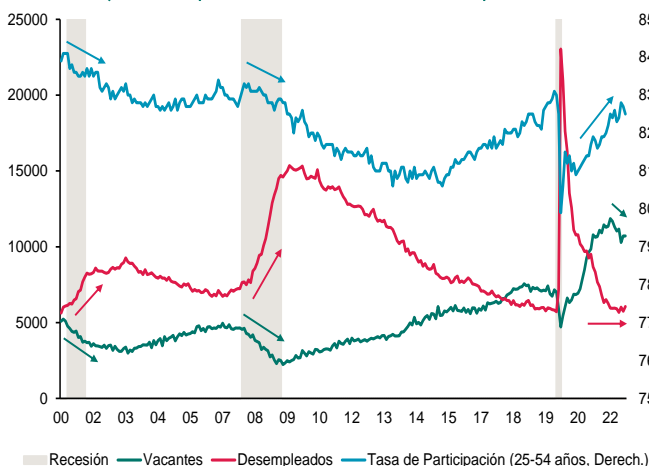
4. Rebajamos el crecimiento previsto

	PIB Interanual			
	2020	2021	2022 p	2023 p
Estados Unidos	-3,4	5,7	↓ 1,7	↓ 0,7
Euro-Zona	-6,5	5,3	↑ 3,0	↓ -0,2
España	-10,8	4,9	↑ 4,3	↓ 0,8
China	2,3	8,1	↓ 3,0	↓ 4,8
Mundo	-3,5	5,9	↓ 2,7	↓ 1,5

...esperamos un deterioro acusado de la actividad durante el invierno, particularmente en Europa.

Por regiones, y comenzando con Estados Unidos, pensamos que lo mejor del crecimiento del empleo ha quedado atrás, lo que unido a la subida de los costes de financiación presionará a la baja la demanda interna. Además, el importante sector inmobiliario ya da muestras de debilidad, lo que frenará aún más el crecimiento en los próximos trimestres e intensificará la desaceleración prevista.

5. Lo mejor ha quedado atrás en el empleo (EE.UU.)



Fuente: Bloomberg y Banca March

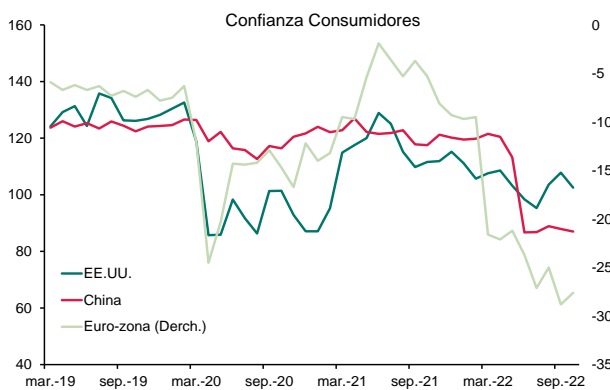
En el mercado laboral estadounidense, si bien es cierto que las cifras de creación de empleo siguen mostrando fortaleza, existen otros indicadores que comienzan a dar señales de enfriamiento: el número de desempleados ha repuntado y, por otro lado, las ofertas de empleo sin cubrir cayeron en más de 1 millón de desde los máximos vistos en marzo (gráfico 5). Esto comienza a poner un freno en la proporción de vacantes sobre el número de desempleados, señalando que lo mejor de la creación de empleo comienza a quedar atrás.

En China, la reactivación está siendo lenta y la economía necesitará más estímulos para acelerar el crecimiento. Rebajamos nuestras estimaciones tanto para este año como para el próximo, ante el deterioro del sector inmobiliario y la extensión de las restricciones “anticovid”, que siguen ocasionando parones en la actividad.

Las últimas cifras disponibles sobre ventas de propiedades retrocedieron un -23% en agosto y la construcción de viviendas cayó un -50% interanual. Todo ello, como es de esperar, está presionando los precios de la vivienda, que en las principales ciudades retrocede “solo” un -2,3% interanual. Al frenazo del mercado residencial, se une la estricta política de “cero-covid”, que está afectando la actividad como se ha comprobado a lo largo de la “Semana Dorada”, el periodo vacacional más importante de China. El turismo doméstico, que pesa más de un 10% del PIB, se está viendo gravemente dañado y ante las recomendaciones de evitar desplazamientos, el gasto turístico cayó un -26% durante estas festividades y todavía se sitúa un 56% por debajo de los niveles previos a la pandemia.

Aunque las autoridades han vuelto a anunciar medidas de estímulo a finales de septiembre –movilización de 300.000 millones de yuanes (aproximadamente 42.000 millones euros) para inversiones en infraestructuras y rebajas de impuestos para la reinversión en vivienda – el XX Congreso del Partido Comunista de China de octubre decepcionó y no se adoptaron medidas de estímulo contundentes. También están siendo contenidos los estímulos monetarios y todo ello nos lleva a pensar que la reactivación será lenta. El crecimiento previsto para 2023 continuará por debajo del 5% y los riesgos siguen a la baja.

6. La confianza de los consumidores se debilita



En la zona euro, consideramos que la recesión será prácticamente inevitable y que la caída del crecimiento se extenderá al menos hasta el final del invierno. El conjunto de los indicadores adelantados ya apunta a este escenario, con la confianza de los empresarios cayendo a mínimos desde la pandemia – el PMI compuesto se sitúa en 47,1 –, a lo que se une el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores que, en septiembre, alcanzó nuevos mínimos históricos (gráfico 6).

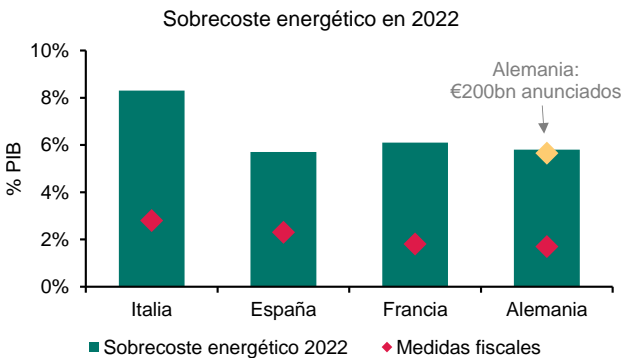
Fuente: Bloomberg y Banca March

Tras el fuerte crecimiento registrado en la primera mitad de este año, esperamos ahora un deterioro acusado de la actividad: estimamos que la zona euro registrará al menos dos trimestres consecutivos de caídas del PIB y no será hasta la llegada del 2T de 2023, una vez terminado el invierno, cuando comencemos a ver señales de reactivación económica. Con todo ello, anticipamos que el PIB de la zona euro para el conjunto de 2023 registrará una caída del -0,2%, siendo la región que sufrirá un mayor deterioro de la actividad y donde además los riesgos son claramente a la baja.

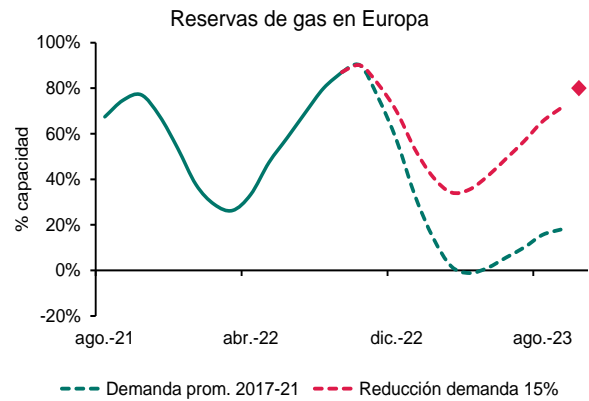
Europa ha logrado compensar “la pérdida” de la mayor parte del gas ruso, aunque a un precio elevado.

La incertidumbre energética es el principal factor que marcará el devenir económico de Europa. Aunque el llenado de las reservas de gas ha superado las expectativas, el sobrecoste asumido para suplir los cortes de Rusia está impactando las economías más importadoras de gas. Como muestra el gráfico 7, el coste energético adicional para las principales economías europeas, supone de media multiplicar la factura energética en 2,5x frente a la media antes de la guerra en Ucrania, o lo que es lo mismo, un sobrecoste adicional de entre el 6% y el 8% del PIB. Si bien es cierto que los gobiernos europeos están tratando de paliar este “shock” económico, las medidas fiscales anunciadas no evitarán en su totalidad este incremento de la factura energética que deberá ser asumido en gran medida por el sector privado. La excepción es Alemania, que tiene unas cuentas públicas saneadas y está pudiendo adoptar medidas más contundentes.

7. Los gobiernos tratan de mitigar el sobrecoste



8. Escenarios reservas de gas en Europa



Fuente: ENTSOG, Eurostat, Bruegel, OCDE y Banca March

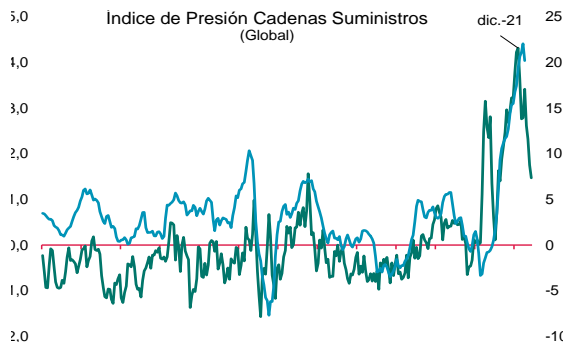
Según nuestras estimaciones, la noticia positiva es que con el llenado de las reservas de gas que se acercan ya al 95% y con una reducción del 15% de la demanda – tal y como propone la Comisión Europea –, debería ser suficiente para atravesar este próximo invierno sin la necesidad de adoptar medidas más extremas como cierres de producción forzosa de las industrias más pesadas. No obstante, el margen de error es mínimo y unas temperaturas por debajo de lo normal dificultarían la situación y obligarían a racionamientos de gas y electricidad durante los próximos meses, lo que sin duda profundizaría aún más la recesión económica prevista para la zona euro.

La inflación marca techo pero tardará en normalizarse...

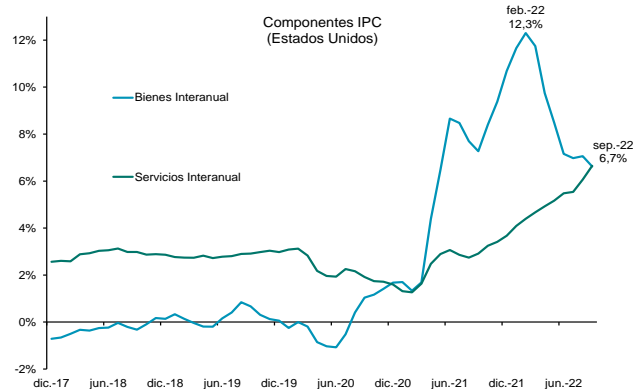
Por el lado de la inflación, aunque existen algunas noticias positivas, pensamos que todavía queda un largo camino hasta alcanzar una normalización. El freno en el precio del crudo – el Brent cotiza en torno a los 95\$ frente al promedio de 112\$ registrado durante el 2T – pero sobre todo, las señales de una menor presión en las cadenas de suministros globales, deberán permitir alcanzar un techo en la inflación en esta parte final del año.

En los últimos meses, la reducción en el coste de transporte de mercancías ante la mayor disponibilidad de contenedores, está permitiendo bajar los costes y facilitar un descenso en los tiempos de espera para acceder a insumos en la industria. Todo ello, y como nos señalan ya las encuestas a los empresarios y gestores de compras (PMI), permitirá poner un techo en la subida de los costes de producción en los próximos meses. Esto se está traduciendo en una clara moderación de los precios de los bienes que comienzan a ser “desinflacionistas”: en Estados Unidos, de aumentar a ritmos del +12% a comienzos del año, en septiembre la tasa de crecimiento se ha moderado hasta niveles por debajo del 7% y menores que la tasa general.

9. Las cadenas de suministro comienzan a mejorar



10. La inflación se ha trasladado ya a los servicios

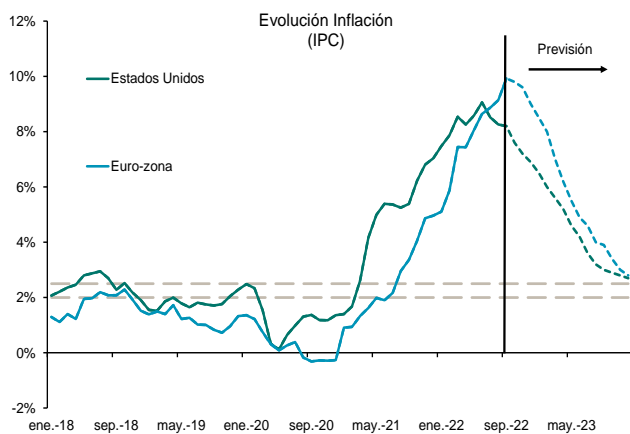


Fuente: Bloomberg y Banca March

...los bienes son ya “desinflacionistas”, pero la subida de los precios de los servicios seguirá presionando al alza la inflación.

Sin embargo, la subida de la energía ya se ha trasladado al conjunto de la cesta de la compra y pensamos que las tasas subyacentes – las que realmente preocupan a las autoridades monetarias – seguirán elevadas, empujando a que los Bancos Centrales continúen retirando estímulos. Como muestra en gráfico 10, el incremento de los precios de los servicios se encuentra en máximos de las últimas décadas a ambos lados del Atlántico. Este fuerte aumento de los precios servicios – que habitualmente son más estables y responden con menor velocidad a los cambios de demanda – mantendrán las tasas de inflación en niveles altos, aunque asistamos a un descenso más rápido de lo previsto en los precios de las materias primas por el deterioro de la demanda global o una hipotética y, a día de hoy poco probable, resolución de los problemas de oferta de energía.

11. La inflación tardará en normalizarse



Fuente: Bloomberg y Banca March

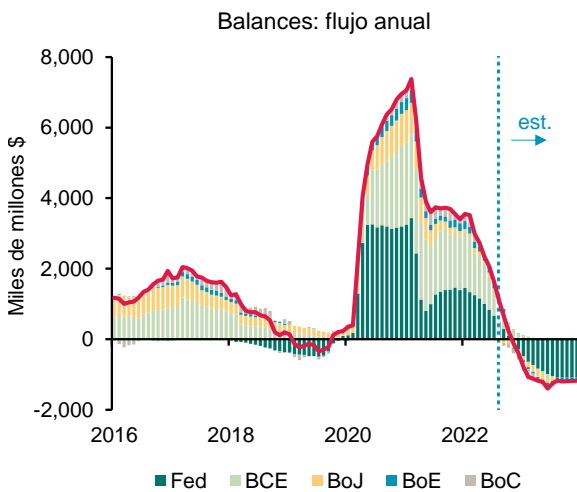
Estos datos permiten ratificarnos en nuestra visión de que, aunque estamos atravesando el techo del repunte de los precios, las presiones inflacionistas ya se han extendido a los servicios y por ello, la prevista moderación de la inflación será muy gradual: hasta cierre del 2023 no esperamos volver a ver tasas de inflación inferiores al +3% en las principales economías (gráfico 11).

BANCOS CENTRALES

La retirada de estímulos alcanza su mayor ritmo

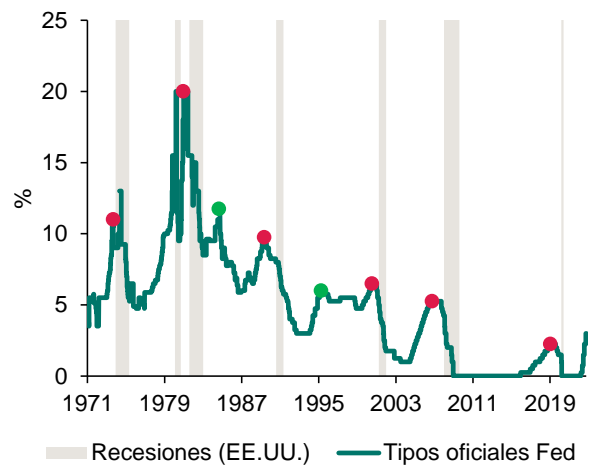
Durante los últimos meses, las elevadas tasas de inflación han provocado una respuesta monetaria restrictiva global que no tienen precedente histórico. Esta reacción, destinada a endurecer las condiciones financieras, está comenzando a penalizar el crecimiento económico y complicará la consecución de un aterrizaje suave de la economía. En Estados Unidos, solo se ha conseguido evitar la recesión en dos de los ocho últimos ciclos, una cifra que, de partida, muestra el difícil trabajo que tendrán los bancos centrales a lo largo de los próximos meses, cuando retiren parte de los 32 billones de dólares que, desde la irrupción de la covid, se han inyectado a nivel global mediante la combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas.

12. La mayor retirada de estímulos de la historia



Fuente: Bloomberg y Banca March

13. Las subidas de tipos de interés no han sido exitosas en el pasado

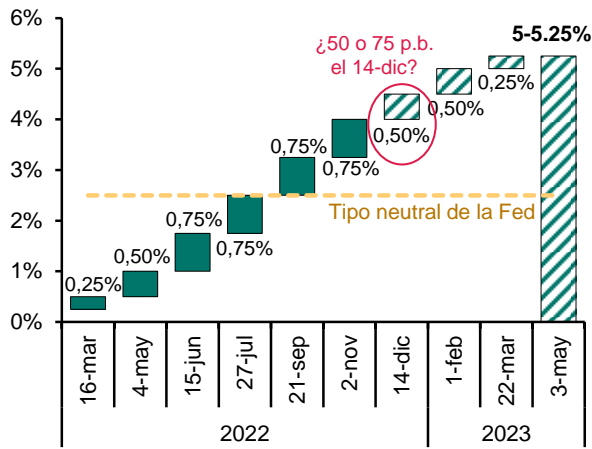


Fuente: Bloomberg y Banca March

Reserva Federal: los tipos de interés continuarán subiendo y lo harán durante un periodo más largo

La Fed repitió por cuarta reunión consecutiva una subida de 75 p.b. en noviembre, llevando el tipo de interés a la banda del 3,75-4%. Su mensaje continúa siendo muy agresivo, aceptando el hecho de que la economía pueda entrar en recesión con tal de llevar la inflación a su objetivo del 2%. De hecho, Powell hizo hincapié en la última reunión que el riesgo de *quedarse corto* en las subidas es más costoso que el de *pasarse de frenada*, algo que podrían remediar con recortes de tipos si el deterioro económico se agudiza. Además, los miembros de la Fed esperan tipos de interés más altos que las referencias que publicaron en septiembre en el *dot plot*, que situaron en el 4,4% a finales de año y al 4,6% a finales de 2023.

14. La decisión de diciembre (50 o 75 p.b.), con los nuevos dots, será clave



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal y Banca March

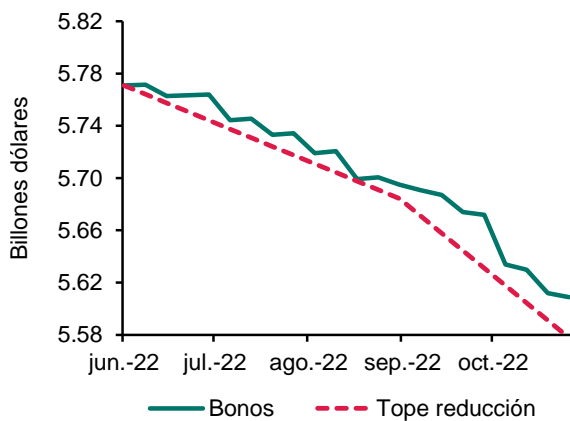
¿Hasta dónde subirá tipos la Reserva Federal? Los mercados de futuros ya descuentan una tasa terminal del 5,2% en mayo del próximo año, aunque hay que mencionar que, en los pasados ciclos de subidas, la Reserva Federal siempre ha llevado el tipo de interés por encima del deflactor subyacente del consumo personal, que en septiembre se situó en el 5,1%. Incluso modelos simples de política monetaria como la regla de Taylor sugieren que la Fed necesita ser aún más agresiva para devolver la inflación al objetivo del 2%.

Aunque creemos improbable que se vean niveles más allá del 5,2% que descuenta el mercado, la Fed no va a levantar el pie del acelerador hasta que el mercado laboral o la inflación muestren síntomas claros de enfriamiento, especialmente tras mala lectura sobre la transitoriedad de la inflación y con el recuerdo de Arthur Burns sobrevolando los pasillos de la Reserva Federal.

La reducción de balance gana ritmo

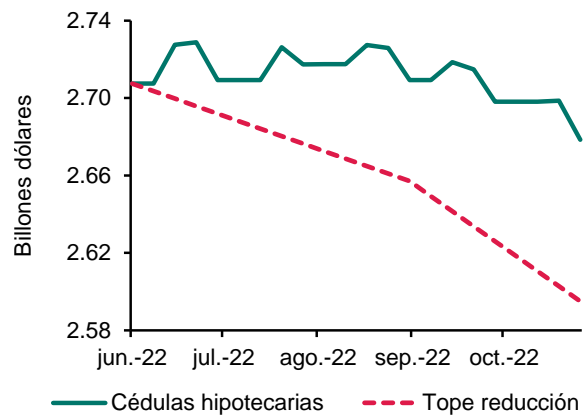
Desde septiembre, el límite de reducción del balance de la Fed se ha ampliado hasta los 90.000 millones de dólares al mes, desde los 45.000 millones durante los tres meses previos. Esta reducción ya es apreciable en los bonos del tesoro, cuyo stock ha disminuido un 2,8%. No obstante, las cédulas hipotecarias -MBS- han fluctuado sin caer desde junio, algo que ya ocurrió en los primeros meses de la retirada de estímulos abordada entre 2017 y 2019. Esto se explica tanto por la forma en la que la Fed lleva a cabo las compras/ventas de estas cédulas -que se completan a mediados del mes siguiente- como por el retraso en la liquidación de estas, pudiendo pasar más de tres meses desde el inicio de la operación hasta que esta se muestre en balance, algo que ya se empieza a apreciar desde finales de septiembre.

15. Bonos del tesoro en el balance de la Fed



Fuente: Bloomberg y Banca March

16. Cédulas hipotecarias en el balance de la Fed



Fuente: Bloomberg y Banca March

El BCE continuará subiendo tipos y ya piensa en reducir balance

El BCE ha concluido un largo periodo de tipos nominales negativos tras las subidas de 50 p.b. en julio y de 75 p.b. en septiembre y octubre, llevando el tipo de referencia al 2% y el de depósito al 1,5%. Con todo, el Banco Central Europeo envió un mensaje algo más cauto en su última reunión, dando a entender que varios miembros ya están viendo parte del deterioro en la demanda que exigen para frenar el ritmo de subidas. Creemos que su intención es llevar los tipos al entorno del 2,5-3%, ligeramente por encima de la tasa natural, sin la necesidad de implementar una política tan agresiva como la Fed por la distinta naturaleza de la inflación –más centrada en el componente energético- y la cercanía de la guerra.

El Banco de Inglaterra sigue adelante con las ventas de bonos tras la salida de Truss

El plan fiscal de la administración de Truss provocó el *armagedón* en los mercados de bonos de Reino Unido durante buena parte del mes de octubre, obligando al Banco de Inglaterra a intervenir con compras para evitar los *margin calls* que amenazaban a los fondos de pensiones británicos. Tras la retirada de la mayor parte del “mini presupuesto” y del cambio de gobierno, el banco central inició el 1 de noviembre su plan de ventas de bonos, cuyo objetivo será reducir el balance en 80.000 millones de libras durante los próximos 12 meses.

En paralelo, el Banco de Inglaterra anunció en su reciente reunión de noviembre un incremento de 75 p.b. en el precio oficial del dinero, no visto en 33 años y que lo sitúa en el 3%. Pese al incremento, una visión más optimista sobre el control de precios a futuro, derivada de sus previsiones de inminente recesión económica para el país, le hace insistir en que no llevará los tipos tan altos como apostaba hasta ahora el mercado.

RENTA FIJA

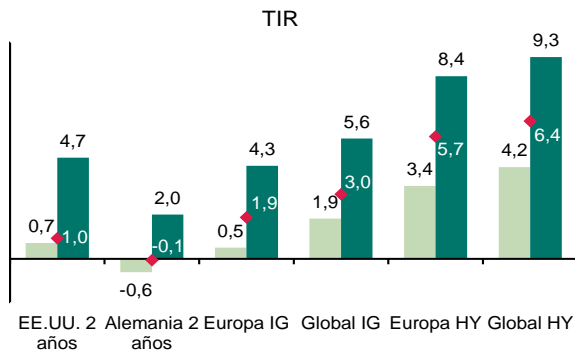
Del TINA al TARA: compramos renta fija y neutralizamos nuestra exposición desde niveles de infraponderación

Durante los últimos meses, la agresividad de los bancos centrales ha provocado las mayores caídas en los índices de renta fija desde que hay registros, tirando por la borda el efecto diversificador del que tradicionalmente goza este tipo de activo ante caídas en la renta variable. No obstante, creemos que este escenario donde *no hay alternativa* (TINA¹) está dando paso a uno donde *hay alternativas razonables* (TARA²), en referencia a una renta fija que ya ofrece retornos no vistos durante la última década. Por ello, neutralizamos nuestra posición en este activo, fundamentalmente gracias a un *carry* que limita el riesgo a la baja en el caso de que las tasas continuaran ascendiendo y considerando que la mayor parte de subidas de tipos de interés ya están descontadas por el mercado e implícitas en las curvas.

¹ TINA, acrónimo del inglés *There Is No Alternative*

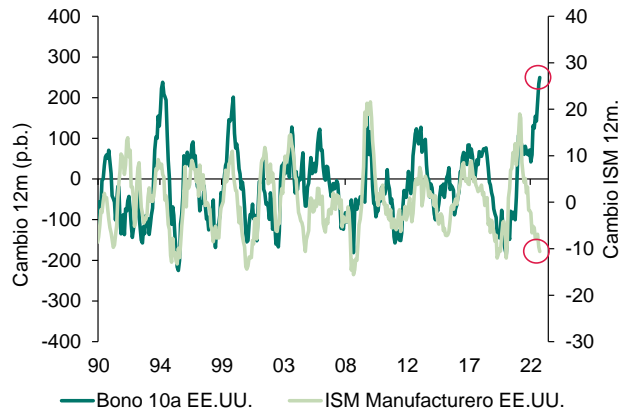
² TARA, acrónimo del inglés *There Are Reasonable Alternatives*

17. Las tires se encuentran en niveles no vistos en la última década



Fuente: Bloomberg y Banca March

18. Los indicadores adelantados del ciclo económico reflejan la agresividad de la Fed

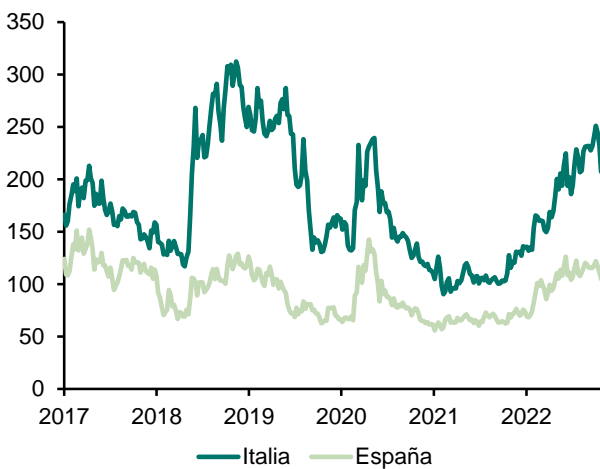


Fuente: Bloomberg y Banca March

La dureza de la Fed impulsa las tires al alza

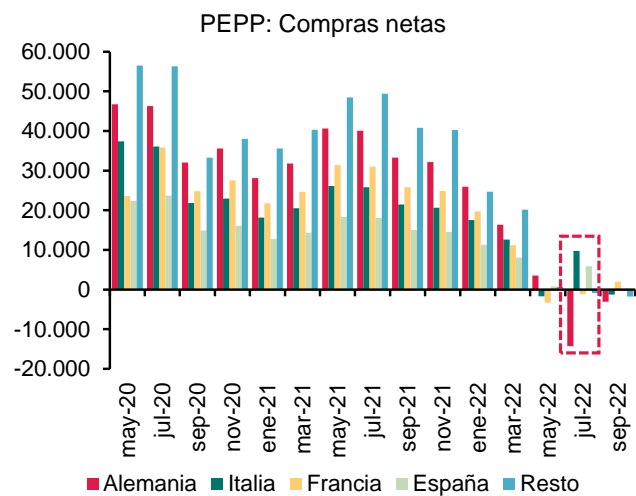
La contundencia de la Reserva Federal en sus últimas reuniones, llevando la banda alta de los tipos oficiales al 4%, ha agudizado la inversión de la curva estadounidense. La pendiente de la curva 10-2 años ha alcanzado -0,57%, niveles no vistos desde hace más de 40 años. Este fuerte repunte de las tires contrasta con la contracción de los indicadores adelantados del ciclo, como el ISM manufacturero, que ya comienza a reflejar el parón que sufrirá la actividad económica debido a las elevadas subidas de tipos de interés. En este contexto, consideramos particularmente atractivos los plazos cortos de la deuda estadounidense para aquellos inversores con liquidez en dólares, que ya cotizan en niveles del 4,7% de TIR en el caso del bono a 2 años.

19. Las primas de riesgo permanecen contenidas



Fuente: Bloomberg y Banca March

20. El BCE no priorizó a los periféricos con el PEPP en agosto y septiembre



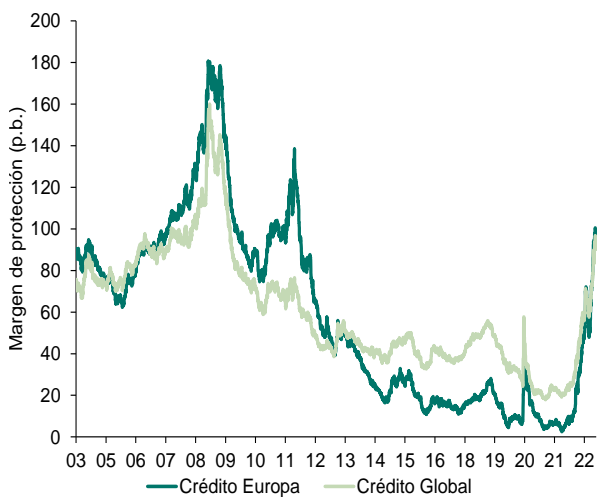
Fuente: Banco Central Europeo y Banca March

Las primas de riesgo se mantienen contenidas tras el TPI

Las subidas de tipos del BCE han llevado al bund a niveles del 2,1%, con los bonos a 10 años de España e Italia en el 3,3% y el 4,4%. De momento, la decisión de flexibilizar los vencimientos del PEPP y el anuncio del TPI -*Transmission Protection Instrument*- han logrado mantener relativamente contenidas las primas periféricas, incluso sin hacer uso de esa flexibilidad durante los meses de agosto y septiembre. En Italia, la victoria de Meloni tampoco ha alterado al mercado como sí hizo Salvini en el pasado, especialmente tras el giro de la primera ministra hacia una faceta más europeísta y económica.

La ampliación de diferenciales de crédito hace brotar oportunidades en el crédito. Mantenemos nuestra preferencia por la calidad ante un ciclo en deterioro.

21. Margen de protección del IG

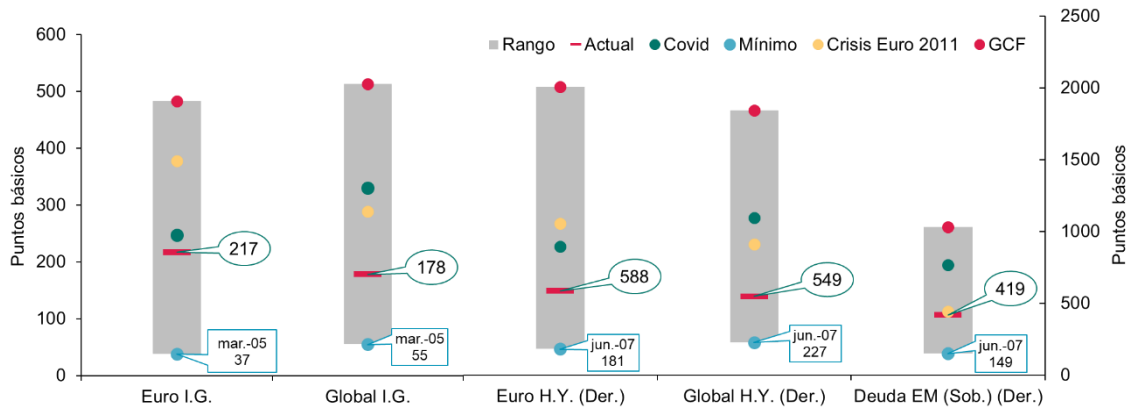


Los índices de crédito, tanto en Estados Unidos como en Europa, siguen penalizados por el movimiento al alza en los tipos de interés. Ambos han visto únicamente dos meses en positivo este año y acumulan caídas respectivas del 20 % y del 15% en 2022, teniendo en cuenta que la duración del índice americano es de 7 años y la del europeo de 5. No obstante, los fuertes retrocesos en el crédito Investment Grade han elevado el atractivo del activo de cara a los próximos meses. En este sentido, la cobertura que ofrece el IG frente a futuras subidas de tipos se ha elevado a niveles no vistos en más de una década. Por ejemplo, el índice global de crédito no perdería dinero a un año incluso si los tipos o los diferenciales subiesen 100 p.b., por encima de los niveles actuales.

Fuente: Bloomberg y Banca March

En este sentido, si el diferencial del IG se elevase hasta los niveles del covid – 30 p.b. por encima de los niveles actuales – la pérdida se vería compensada totalmente a los 3 meses por el efecto del cupón y, a 12 meses, el rendimiento sería del 3,6%. Incluso si se llegara a alcanzar un deterioro tan adverso como el de la crisis del euro, el valor de la inversión se recuperaría en un año y medio. Por ello, creemos que, en los niveles actuales el potencial del activo supera con creces los riesgos.

22. Diferenciales de crédito

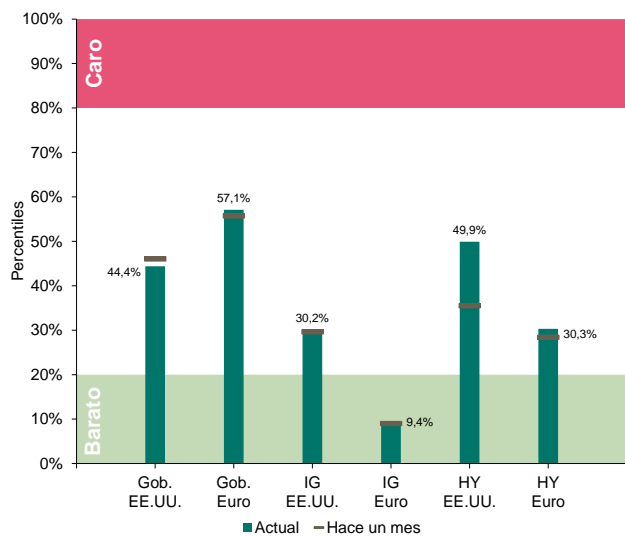


Fuente: Bloomberg y Banca March

En términos de valoración, tal y como muestra el gráfico, el IG es el segmento de la renta fija que cotiza a niveles más atractivos, particularmente en el caso europeo. Tomando como referencia los niveles de sus diferenciales de crédito, - superiores a 200 p.b.-, la rentabilidad promedio obtenida en los 12 meses siguientes ha sido del 3,6%, una situación que ha ocurrido en el 80% de las ocasiones de los últimos 20 años.

Por otra parte, a los precios actuales, el grado de inversión es más atractivo que la bolsa. Por ejemplo, es interesante el hecho de que la TIR del IG estadounidense es más del doble que la rentabilidad por dividendo del S&P 500, una situación que no se daba desde hace más de 10 años.

23. Renta fija, valoración en percentiles*

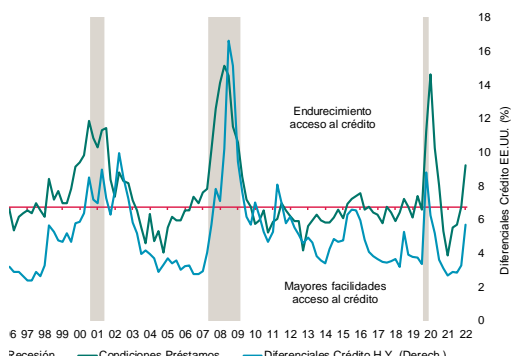


(*) Percentiles en base al histórico de la rentabilidad a vencimiento en el caso de los índices soberanos y los diferenciales en el caso de los índices de crédito, considerando el máximo histórico disponible de cada activo.

Fuente: Bloomberg y Banca March

Preferimos el Grado de Inversión al High Yield

24. Condiciones financieras y diferenciales HY



En cuanto al high yield, los diferenciales han seguido ensanchándose desde inicios de septiembre en Europa – 30 p.b. – mientras que se han frenado en 20 p.b. en Estados Unidos. Aun así, ambos se han deteriorado desde inicios de año recogiendo unas peores condiciones financieras y una menor confianza empresarial, a lo que se une también un aumento de la volatilidad en las bolsas, que también está muy ligada a la evolución de los diferenciales de crédito.

Fuente: Bloomberg y Banca March

De todas formas, a pesar de las ampliaciones vistas hasta ahora, el HY aún no ha recogido en sus precios un escenario macroeconómico de recesión. Así lo indican unos diferenciales inferiores a los vistos, por ejemplo, en el covid o incluso en ralentizaciones menores como la de 2016, con la devaluación del yuan y la llegada del petróleo barato.

Por ello, creemos que los inversores no deben dejarse llevar por las llamativas rentabilidades a vencimiento del activo, del 9% en EE.UU, y del 8,3% en Europa, puesto que en una buena parte son consecuencia del aumento de los tipos de interés base. Nos mantenemos cautos con el high yield y recomendamos esperar a mejores oportunidades de entrada, ya que posiblemente veamos una mayor ampliación en los diferenciales de cara a los próximos meses. Asimismo, creemos que el ratio riesgo/rentabilidad está mejor pagado en el IG que en HY. En Europa, el IG actualmente cotiza a tires del 4,3%.

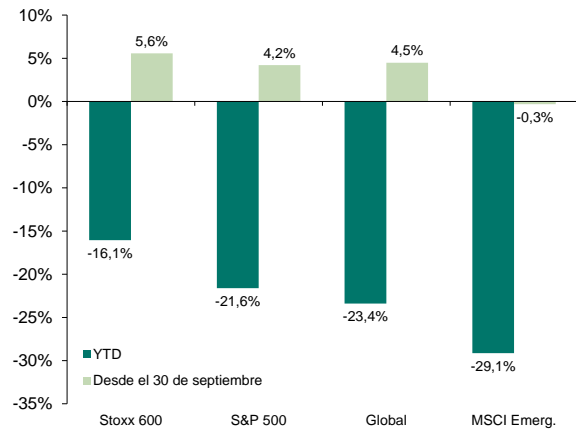
RENTA VARIABLE

A pesar de las pérdidas anuales, la bolsa rebota en octubre apoyada por los sectores cíclicos.

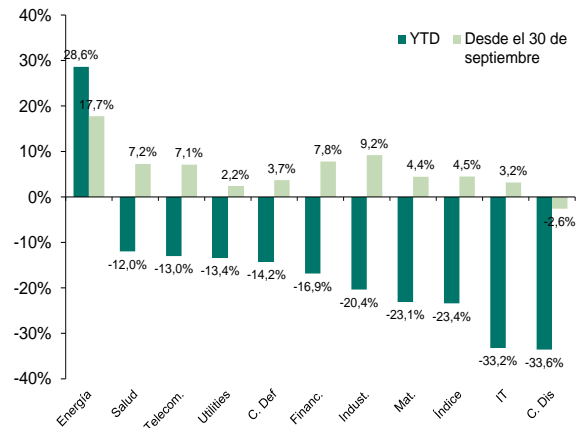
Con la lucha contra la inflación como telón de fondo, las bolsas mundiales encaran la última parte del año en terreno bajista, con caídas anuales de hasta el 30% en los principales índices. El S&P 500 (-21% anual) y Nasdaq (-29%) firmaron además, a cierre de septiembre, tres trimestres consecutivos de rentabilidad negativa, algo no visto desde el año 2009.

En contraste, y debido a los elevados niveles de sobreventa actuales, las bolsas recuperaban posiciones en octubre, avances que tras el discurso más agresivo de lo esperado por la Fed han quedado reducidos a incrementos de entre el 4% y el 6%.

25. Evolución principales índices



26. Evolución sectores globales



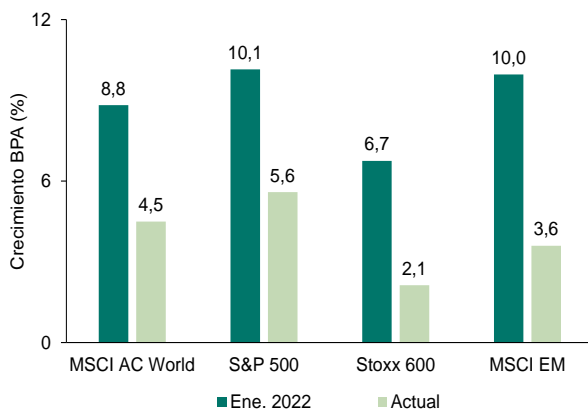
Fuente: Bloomberg y Banca March

A nivel sectorial, el rebote visto desde finales de septiembre ha beneficiado a la energía (+17,7%), con precios del crudo y gas cayendo desde máximos pero todavía en niveles elevados. Energía es, además, el único sector con comportamiento positivo en el año (+28,6%), favorecido por la invasión de Ucrania. Del resto, destacamos el positivo comportamiento de sectores defensivos como salud (+7,2% desde finales de septiembre), cuya evolución anual, aunque negativa (-12%), da prueba de su carácter defensivo. Buena evolución en el reciente rebote para financieros (7,8%) e industriales (+9,2%) mientras que el comportamiento más negativo es para la tecnología (sólo +3,2% desde finales de septiembre; -33,2% anual) y sobre todo consumo discrecional (-2,6%; -33,6%).

Los resultados empresariales no recogen un escenario recesivo y sufrirán revisiones a la baja.

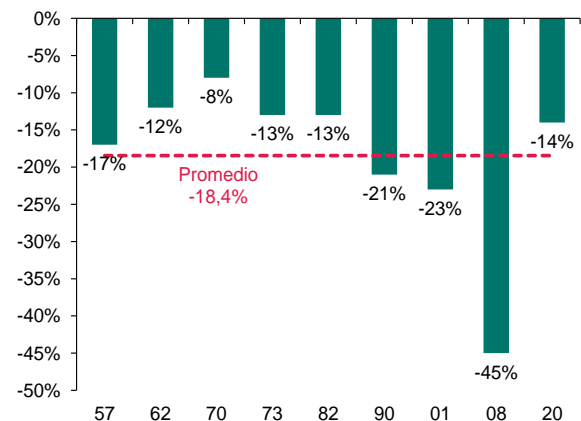
Permanecemos cautos con los beneficios corporativos. Consideramos que el consenso no ha revisado a la baja las expectativas de resultados de una forma acorde al escenario macro y al impacto que causarán las subidas de tipos de interés. Los analistas tan solo han recortado sus previsiones en el agregado global para 2023 de un 8,8% en enero a un 4,5%.

27. Beneficios esperados 2023



Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March

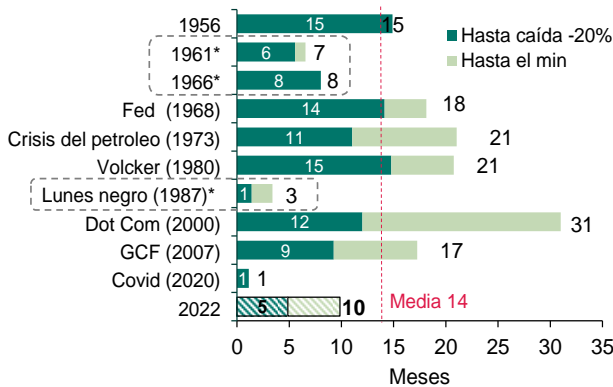
28. S&P 500: caídas de beneficios en recesión



Tal y como muestra el gráfico 28, de ser ciertas las estimaciones de mercado nos encontraríamos ante la primera recesión de la historia en la que los beneficios no se contraen, una situación que no compartimos. Consideramos que los beneficios se contraerán entre un 5-10% de pico a valle.

Mantenemos la prudencia y permanecemos infraponderados en renta variable, a pesar de que los indicadores tácticos apuntan a una extensión del rebote en el corto plazo.

29. S&P 500: meses hasta alcanzar el mínimo de los mercados bajistas



A pesar de los 10 meses de mercado bajista (5 meses desde que se cruzó por primera vez la barrera del -20%), no se han alcanzado niveles promedio históricos. En medio, hemos visto varios acelerones característicos de esta fase de mercado, entre los que destaca el último vivido en octubre en las semanas previas a la reunión de la Fed – llegó a ser un rebote del 9,1% –, sin embargo, se ha ido desinflando a medida que los bancos centrales se mostraban más restrictivos con la política monetaria y los datos de inflación no daban tregua.

Fuente: Bloomberg y Banca March

Con esta perspectiva encaramos la última parte del año, en el que las bolsas están premiando a corto plazo las malas noticias en la macroeconomía, pues pueden dar pie a suposiciones de una pronta pausa o moderación en el discurso beligerante de los bancos centrales. Conjuntamente, este entusiasmo momentáneo puede verse apoyado en factores técnicos, como estamos viendo con indicadores tácticos como put/call ratio alcanzando los niveles más altos desde la crisis del covid.

No obstante, nuestro posicionamiento en el medio plazo sigue siendo prudente, pues aunque cerca de dos tercios de la caída mediana ya está en precio, ninguna recesión, por más leve que sea, transcurre sin una caída de beneficios, que en el mejor de los casos ha sido del 8%.

Preferencia por EE.UU. frente a Europa

A nivel geográfico seguimos favoreciendo las regiones menos expuestas a la crisis energética y al conflicto en Ucrania – sobreponderar Estados Unidos frente a Europa-. Desde un punto de vista sectorial, favorecemos la inversión en sectores defensivos, como cuidados de la salud. En ciclos seguimos confiando en la capacidad de generar beneficios del sector tecnológico y vemos una valoración atractiva en el sector financiero que se beneficiará de unos tipos de interés más elevados pero pensamos que no deben ser los sectores a primar en la construcción de nuevas posiciones hasta que se perciba una reactivación económica.

Finalmente, vemos oportunidades de inversión estructurales en sectores que se benefician por la mayor preocupación global por la seguridad: infraestructuras ligadas a la transición y autosuficiencia energética, el aumento del gasto militar por parte de los gobiernos y la inversión en ciberseguridad.

Mantenemos nuestra preferencia por el sector salud debido a su carácter defensivo y crecimiento estructural a largo plazo.

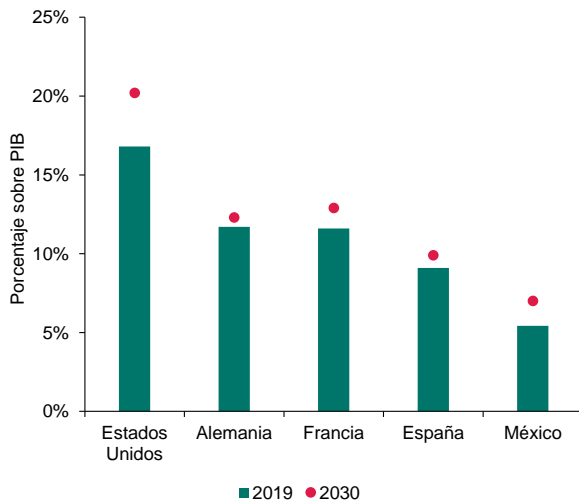
Su carácter defensivo permite que, desde comienzos de año, el sector supere al índice global en más de 11,3 puntos porcentuales. Una dinámica que consideramos que continuará en los próximos meses, ante la debilidad económica que esperamos se agudice en los próximos meses.

En este sentido, si miramos la evolución de los beneficios en las tres últimas crisis (2000, 2008 y 2020), observamos que los resultados agregados del MSCI World se redujeron, en media, un 19% en el año de inicio de la recesión, mientras que los beneficios del sector salud subieron un 7% en ese mismo periodo.

Además, a 17 veces beneficios, el sector cotiza un 5% por debajo de su media histórica, algo que no apreciamos en otros sectores defensivos como utilities o consumo estable que cotizan con una prima respecto a su media de valoración histórica (7% y 4,7% respectivamente).

30. Proporción del gasto sanitario sobre el PIB

Fuente: OCDE, Banco Mundial y Banca March



Por otra parte, el sector se beneficiará del crecimiento del gasto sanitario (2,7% anualizado hasta 2030 en los países de la OCDE) debido a dos factores. Por un lado, el componente demográfico, en el que influye el envejecimiento poblacional – a mayor edad media, más gasto sanitario per cápita-. Un proceso que está más avanzado en Europa y acelerándose en EE.UU. En este sentido, cabe señalar que en territorio norteamericano la población de más de 65 años creció un 34% en la última década frente al 6,5% de la población total, consecuencia de la llegada a esta edad de los “baby boomers” – personas nacidas entre 1946 y 1964 –

Por otro lado, el aumento del poder adquisitivo también es un factor muy importante. Por ejemplo, la OCDE considera que por cada 1% de ganancia de PIB, el gasto en salud crece un 0,73%.

En consecuencia, veremos un mundo a dos velocidades. Por un lado, Estados Unidos y los países emergentes como México, llevarán la voz cantante en el aumento del gasto sanitario debido al factor demográfico y al mayor aumento de poder adquisitivo. Por otra parte, las subidas serán más modestas en Europa debido a que el envejecimiento poblacional está más avanzado, una quinta parte ya es mayor de 65 años frente 12,5% en Estados Unidos, y el punto de partida de los niveles de ingresos es más alto que en los países emergentes.

No obstante, lo importante es que el crecimiento diferencial del sector será generalizado a nivel global. Por ello, seguimos confiando en una industria que ofrece una demanda creciente y unos beneficios que históricamente se han demostrado más robustos en periodos convulsos para la economía. Además, nos ofrece una valoración que sigue siendo atractiva, a pesar del buen comportamiento relativo del sector en los últimos meses.

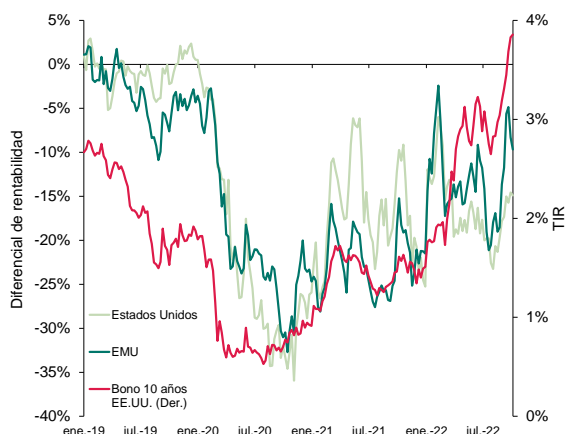
Nos mantenemos sobreponderados en el sector financiero gracias a su atractiva valoración, elevados dividendos y favorables políticas fiscales.

El sector bancario europeo acumula una caída anual cercana al 10%, con mejor evolución relativa frente al Stoxx 600. Esta evolución, que contrasta con un excelente 2021 para el sector tras recuperar niveles pre-covid de beneficio y dividendos, llega en medio de un proceso global de ajuste de las bolsas, ante una inflación pegajosa que obliga a los bancos centrales a acelerar y extender las subidas de tipos aun a costa de poner en riesgo el ciclo económico.

Con todo, y pese al avance del ciclo y la probable entrada en recesión, el sector mantiene positivas palancas de crecimiento. De un lado, el entorno favorable para el sector de subida de tipos se combina con recientes planes de estímulo fiscal; esto implica, en nuestra opinión, reforzar la tendencia de mejora de beneficios para los bancos, muy por encima del mercado, y moderar el riesgo potencial de incremento de las pérdidas asociadas a créditos fallidos.

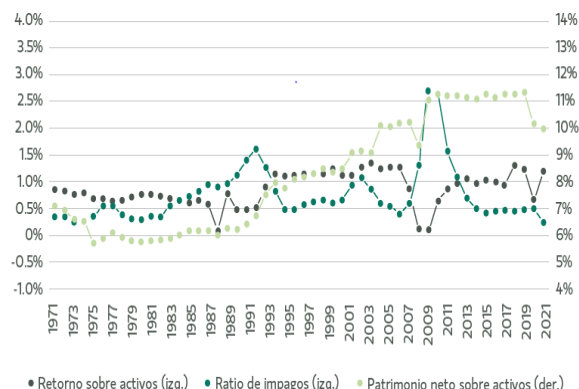
Se añade además, tras el reciente e importante *derating* experimentado por el sector, una valoración muy atractiva. En concreto los bancos europeos cotizan en mínimos de 30 años en términos de PER (7x) y a un precio/valor contable de 0,6x, cerca del suelo visto en 2011. A estos ratios se añaden retornos muy atractivos de dividendo, con una rentabilidad superior al 7% complementada con generosas políticas de recompra de acciones propias. En EE.UU., mientras tanto, los niveles de capitalización del sector superan otros periodos inflacionistas previos. En resumen, un escenario de mayores tipos, su elevada correlación histórica con el incremento de las tires, un mejor *momentum* de resultados frente al mercado y una potencial desescalada geopolítica deberán jugar a su favor.

31. Sector financiero potencial beneficiado por ciclo alcista de tipos



Fuente: Bloomberg; Banca March.

32. Banca EE.UU.: sólidos niveles de capitalización



DIVISAS

Mantenemos un posicionamiento neutral con el dólar destacando su carácter de activo refugio y estabilizador de carteras en entornos de fragilidad económica.

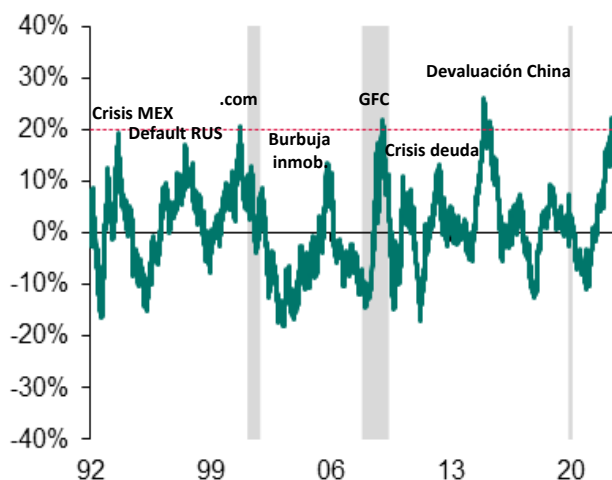
Se repiten algunos factores de apoyo al billete verde, que creemos seguirán ofreciéndole soporte. Por una parte, la Fed sigue preocupada con un nivel de precios que dista de estar bajo control y como apuntó en su última reunión, llevarán aparejados un tipo de interés terminal más alto para este ciclo como apuntó la Fed en su última reunión, lo que favorecerá al dólar al mantener elevado el diferencial de tipos frente a la eurozona.

Por otro lado, el incremento reciente de la aversión al riesgo, en parte condicionado por la guerra pero también causado por el deterioro de la coyuntura global, favorece la apuesta por el dólar, dado su carácter de moneda refugio, su capacidad para ofrecer correlación negativa frente a los activos de riesgo y contando además con un posicionamiento, en los mercados de futuros, todavía no extremo. Un comportamiento habitual del dólar, que ya hemos visto en el pasado ante diversos episodios de crisis de mercados (gráfico 33).

Tras las fuertes subidas, la evolución histórica del dólar sugiere una estabilización

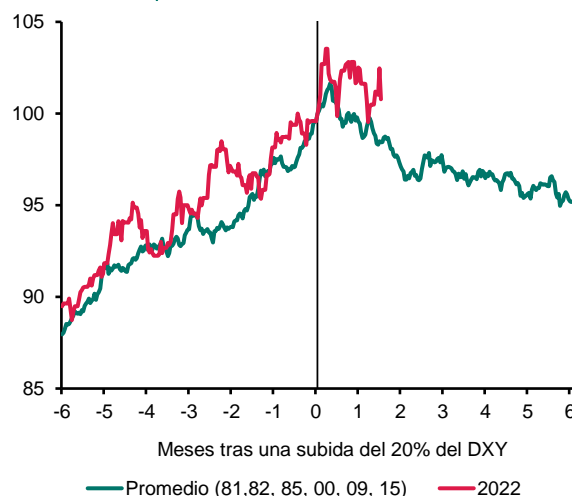
La evolución favorable del dólar en el año, no sólo contra al euro sino también frente a otras divisas relevantes a nivel global, tiene su reflejo en la evolución del índice dólar, que en septiembre superó una apreciación del 20%, la sexta ocasión que lo hace en casi cinco décadas. A partir de ahora (gráfico 34), y analizando las ocasiones en que dicha evolución se ha repetido, la historia nos dice que el índice tiende a la estabilización en los 6 meses siguientes, siendo el punto 0 el momento en el que cruza la barrera del 20%.

33. Índice dólar: rentabilidad interanual



Fuente: Refinitiv, Bloomberg y Banca March

34. Dólar: expectativas de menores movimientos



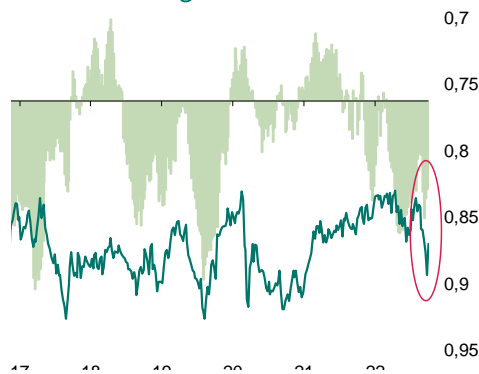
A la vista de lo comentado, y a pesar de que en términos de paridad de poder adquisitivo el dólar se encuentra sobrevalorado en un 18% frente al euro, creemos que su condición de activo refugio y la senda de subida de tipos por la que apuesta la Fed son factores que seguirán primando. Mantenemos por tanto un posicionamiento neutral con exposición a corto plazo, a fin de amortiguar potenciales episodios de aumento del riesgo de mercado, pero solamente añadiríamos posiciones en billete verde por encima de los 1,07 EUR/USD.

Semanas de infarto para la libra esterlina, tras un gobierno efímero y anuncio de un importante recorte de impuestos, posteriormente retirado. Rishi Sunak sustituye a Truss al frente del ejecutivo.

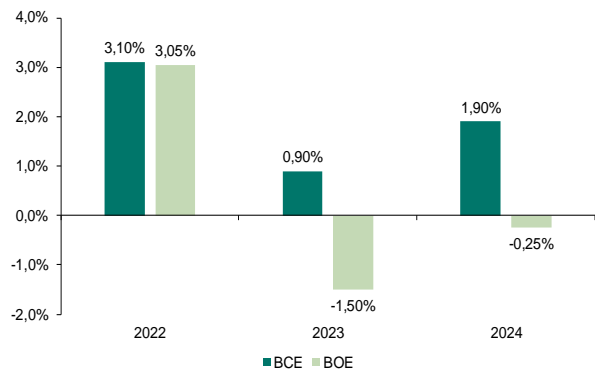
La llegada de Liz Truss al frente del nuevo gobierno no tranquilizó a la libra esterlina. Al contrario, los inversores acogían con recelo un inesperado paquete de rebajas fiscales, no visto en 50 años y que envió a la libra a mínimos históricos frente al dólar y a alcanzar, en su cruce con el euro, niveles de 0,925 EUR/GBP, no vistos desde el año 2020.

La inestabilidad política ha continuado con la dimisión de Lizz Truss, cuarto primer ministro conservador en seis años, y la llegada de Rishi Sunak, antiguo ministro de Economía en el gobierno de Johnson. Sunak, deberá ahora anunciar un nuevo plan fiscal (17 de noviembre) que logre mantener la confianza de los mercados. En este carrusel de acontecimientos políticos y decisiones de política monetaria, la libra retorna a niveles de 0,871 GBP/EUR.

35. Posicionamiento negativo sobre la libra



36. Previsiones PIB Bdl vs BCE



Fuente: Bloomberg y Banca March

Mantenemos coberturas sobre la divisa británica, a la espera de nuevos catalizadores.

A la incertidumbre política se une la económica, con unas previsiones del Banco de Inglaterra (gráfico 35) que apuntan a que la economía británica, y por ende la libra, seguirán sufriendo en los próximos dos años, lastrada por su alta dependencia exterior energética y alimentaria.

El componente político, por otra parte, seguirá pesando en negativo, con la confirmación de la dimisión de Truss y sin olvidar los contenciosos de Irlanda de Norte y la celebración, en 2023, de un nuevo referéndum en Escocia.

Creemos que, llegados a este punto, los aspectos potencialmente favorables para la libra se ven neutralizados, y el incremento de la incertidumbre política y económica nos hace que sigamos sin ver potencial en la divisa británica. A la espera de nuevos catalizadores, y teniendo en cuenta el posicionamiento negativo sobre la libra (gráfico 36), que prevemos continuará, recomendamos mantener coberturas a la espera de mejores oportunidades con un rango de referencia de 0,84-0,89 EUR/GBP.

Equipo de Estrategia de Mercados de Banca March:

Joan Bonet Majó
 Pedro Sastre
 Paulo Gonçalves, CAIA
 Luis Coello
 Adrián Santos

NOTA IMPORTANTE:

El contenido del presente documento tiene una finalidad meramente ilustrativa y no pretende ser, no es y no puede considerarse en ningún momento una recomendación de inversión o de contratación de productos financieros. Únicamente se ha elaborado para facilitar la decisión independiente e individual de cada inversor y no pretende reemplazar al asesoramiento necesario para contratar este tipo de productos. Los términos y condiciones expuestos en el presente documento constituyen únicamente unos términos preliminares, sometidos a discusión y negociación, y están condicionados al acuerdo y redacción final de los términos de la transacción, contenidos, en su caso, en el contrato o confirmación que a tal efecto se formalice. En consecuencia, Banca March S.A. no quedará vinculada por el presente documento hasta que se decida realizar una operación y acordar sus términos y condiciones sobre la base de los documentos que finalmente sean aprobados junto con el inversor interesado. Banca March S.A. no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en relación con la información contenida en el presente documento. Todos los términos, condiciones y precios contenidos en este documento son meramente indicativos y están sujetos a variaciones por circunstancias del mercado, modificaciones legislativas, jurisprudenciales, de doctrina administrativa o cualquier otro motivo, que puedan producirse. El inversor interesado debe ser consciente de que los productos a los que este documento se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o patrimonial o su perfil de riesgo. Por consiguiente, deberá adoptar sus propias decisiones teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento especializado en materia fiscal, legal, financiera, regulatoria, contable o de cualquier otro tipo que, en su caso, precise. Banca March S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier coste o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. Ninguna parte de este documento puede ser copiada, fotocopiada o duplicada en modo alguno, forma o medio, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banca March S.A.